

De civielrechtelijke dimensie van MiFID in rechtsvergelijkend perspectief*

Michel TISON

Hoogleraar, Instituut Financieel Recht, Universiteit Gent

Europese harmonisatie is vaak veel meer dan alleen het op gemeenschappelijke noemer plaatsen van reeds bestaande wettelijke normen in de lidstaten. Met name op het gebied van bank-en financieel recht toont de Europeesrechtelijke reguleringsgolf van het voorbije decennium dat de EU daadwerkelijk rechtsscheppend heeft gewerkt, in het bijzonder in de gebieden van prudentieel toezicht en gedragstoezicht. Daarnaast vormt de toenemende penetratie van EU-wetgeving in privaatrechtelijke verhoudingen een emblematische illustratie van de diepgang van de Europese economische integratie. Hoewel de effectieve eenmaking van nationale wetgeving door de EU-regelgeving op lange termijn, althans in theorie, het nut van het rechtsvergelijkend onderzoek zou kunnen elimineren, moet men vaststellen dat de mechanismen waardoor de EU-wetgeving 'doordringt' in nationaal recht en de handhaving van EU-wetgeving op nationaal niveau nog steeds een bron van juridische dispariteiten tussen de lidstaten is. Belangrijker is dat de reikwijdte van de EU harmonisatie vaak ruimte laat voor regulering of *goldplating* voor de afzonderlijke lidstaten op een wijze die potentieel de totstandkoming van een werkelijk geïntegreerde markt kan belemmeren.¹ Het doel van deze bijdrage is de aandacht te vestigen op enkele van de kwesties die door de "diepgang" van de Europese financiële harmonisatie rijzen met verwijzing naar de Markets in Financial Instruments Directive 2004/39 (hierna: 'MiFID'), door, in het bijzonder, de impact van deze richtlijn inzake privaatrechtelijke verhoudingen in een aantal lidstaten te onderzoeken.

1. Civielrechtelijke dimensie van MiFID in EU-perspectief

Teneinde de impact van MiFID op privaatrechtelijke verhoudingen te bepalen, onderzoeken we eerst of en hoe de bepalingen van MiFID, die deel uitmaken van het toezichtregime over beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die beleggingsdiensten aanbieden, op zich juridische gevolgen teweegbrengen in de civielrechtelijke relatie tussen de aanbieders van beleggingsdiensten en hun klanten. Paradoxaal genoeg geeft MiFID niet duidelijk de rechtsaard van zijn bepalingen weer, meer bepaald of deze louter toezichtsnormen inhouden dan wel (tevens) de

* Bijdrage naar aanleiding van een voordracht op het symposium "Beleggingsondernemingen", georganiseerd door de universiteit van Nijmegen op 22 januari 2010 te Amsterdam.

¹ Zie bijvoorbeeld de controverses omtrent de aard van de harmonisatie verwezenlijkt in uitvoering van het Europese Financial Services Action Plan, waarbij naar onze mening al te snel wordt uitgegaan van het postulaat van maximum harmonisatie. In het recente *Spector*-arrest betreffende de interpretatie van de Europese Richtlijn Marktmisbruik 2003/6/EG ontweek het Hof handig de prejudiciële vraag die haar was voorgelegd teneinde te weten of de richtlijn een stelsel van maximum harmonisatie in het leven had geroepen, die de lidstaten niet zou toelaten om strengere verbodsbepalingen inzake handel met voorkennis in intern recht te handhaven. (HvJ 23 december 2009, *Spector*, zaak C-45/08).

privaatrechtelijke verhoudingen beïnvloeden; terzelfder tijd onderstrepen de MiFID-richtlijn en zijn preambule de bescherming van de belegger als voornaamste regelgevende doelstelling, vooral met betrekking tot de gedragsregelen.² In dit verband staat MiFID in schril contrast met zijn voorganger, de Investment Services Directive (ISD) 1993, die primair gericht was op het bevorderen van de marktintegratie en de marktintegriteit, waarbij de bescherming van de belegger niet meer dan een hiervan afgeleide secundaire doelstelling was.

De vraag of de MiFID-bepalingen al dan niet een civielrechtelijke dimensie vertonen, ondanks het ontbreken van expliciete bepalingen in deze zin, moet bijgevolg eerder worden afgeleid uit de algemene filosofie en context van de richtlijn. Hierbij is met name rekening te houden met enerzijds het subsidiariteitsbeginsel en anderzijds het beginsel van doeltreffendheid ("effet utile"). Het ontbreken van expliciete bepalingen inzake privaatrechtelijke effecten van de richtlijn kan, ten minste gedeeltelijk, worden verklaard door de terughoudendheid van de Europese wetgever om rechtstreeks in te grijpen in het gebied van het verbintenissen- en aansprakelijkheidsrecht van de lidstaten: nog steeds geconfronteerd met sterke conceptuele verschillen tussen de lidstaten, kan het uitdrukkelijk reguleren van de MiFID-gedragsregelen als (pre)contractuele bepalingen en het vastleggen van de gevolgen van de schending ervan, de interne consistentie van de nationale privaatrechtelijke systemen verstoren. Het subsidiariteitsbeginsel, volgens hetwelk regulering op EU-niveau enkel kan worden aanvaard voor zover dit efficiënter is dan regulering op het niveau van de lidstaten, vormt een argument voor een voorzichtige aanpak bij het vastleggen van de civiele effecten van onder meer gedragsregelen in een Europees rechtsinstrument. Dit betekent evenwel niet dat, bij gebrek aan een gemeenschappelijke EU-bepaling, de lidstaten de volledige vrijheid behouden bij het bepalen van de juridische aard en gevolgen van de genoemde gedragsregelen in intern recht. Aangezien de richtlijnen bindend zijn met betrekking tot hun resultaat³, moeten de lidstaten rekening houden met de doelstellingen nagestreefd door de EU-wetgever, zoals onder meer gepreciseerd in de preambule van de richtlijnen, bij de omzetting van deze richtlijnen in nationaal recht.

Derhalve rijst de vraag of de effectiviteit ("effet utile") van de bepalingen ter bescherming van de belegger van de MiFID-richtlijn wordt gefnuikt wanneer een lidstaat aan de richtlijn-bepalingen elke invloed in privaatrechtelijke verhoudingen onttrekt. Onder het regime van de 1993 Investment Services Directive heerste hieromtrent sterke onenigheid in de rechtsliteratuur, in het bijzonder met betrekking tot de vraag in welke mate de schending van de ISD-gedragsregelen de basis kon vormen voor (onrechtmatige daads)aansprakelijkheid. In de lidstaten waar de aansprakelijkheidswet een relativiteitsvereiste oplegt, kan de niet-naleving van gedragsregelen door een beleggingsonderneming enkel een bron van privaatrechtelijke verplichtingen vormen en dus worden afgedwongen uit onrechtmatige daad wanneer deze wettelijke regelen de bescherming van de (individuele) belangen van cliënten of investeerders tot doel hebben en bijgevolg aldus de status van louter toezichtregelen overstijgen. De meeste commentatoren erkenden dat gedragsregelen in intern recht ten

² Zie onder meer overweging 2 van de preambule bij de richtlijn, die de doelstelling van de richtlijn veruitwendig om het niveau van harmonisatie te bereiken dat vereist is om beleggers een hoog niveau van bescherming te bieden en om beleggingsondernemingen toe te laten hun diensten in de gehele Gemeenschap aan te bieden, op grond van het toezicht door hun land van herkomst.

³ Zie artikel 288 van het Verdrag over de werking van de Europese Unie (VwEU).

minste een dubbel doel dienen van zowel marktintegriteit als de bescherming van de belegger.⁴

Echter, de vraag of gedragsregelen een bron van verplichtingen in privaatrechtelijke verhoudingen kunnen vormen, is niet louter een aangelegenheid van intern recht, maardient primair te worden beantwoord met verwijzing naar de doelstellingen van de Europese richtlijn.⁵ Eerst en vooral moet worden benadrukt dat, minstens met betrekking tot de regulering van de gedragsregelen, MiFID aanzienlijk verschilt van zijn voorganger. ISD was beperkt tot het vaststellen, in één enkele bepaling (art. 11), van algemene doelstellingen, die door de lidstaten verder dienden te worden uitgevoerd en verfijnd in hun intern recht. Het detailniveau en de graad van precisie van de gedragsregelen in zowel de MiFID-richtlijn – die in de Lamfalussy-structuur in principe beperkt blijft tot algemene beginselen – en door de "niveau 2"-uitvoeringsrichtlijn vormt een duidelijke aanwijzing van een fundamentele accentverschuiving in de door de Europese wetgever nagestreefde doelstellingen. Naar verluidt werd bij de voorbereiding van de niveau 2-uitvoeringsrichtlijn het voorstel gelanceerd om te voorzien in een uitdrukkelijke richtlijnbeepaling die de afdwingbaarheid van de gedragsregelen in privaatrechtelijke verhoudingen tussen beleggingsondernemingen en hun klanten zou vastleggen. Het voorstel zou niet weerhouden zijn omwille van de tegenkanting van enkele lidstaten. Dit mag op zich evenwel niet leiden tot de *a contrario* conclusie dat de gedragsregelen moeten worden beschouwd als louter toezichtsregelen, die enkel de relatie tussen de financiële instellingen en de toezichthouders betreffen, en waaraan geen enkele 'derdenwerking' zou toekomen in de (privaatrechtelijke) rechtsbetrekkingen met klanten. In werkelijkheid is het ontbreken van privaatrechtelijke bepalingen in MiFID onderdeel van een meer wijdverbreid fenomeen bij de Europese financiële integratierichtlijnen: ook in andere richtlijnen met duidelijke beleggersbeschermende finaliteit ontbreekt het aan specifieke bepalingen over de doorwerking van de opgelegde normen in privaatrechtelijke rechtsbetrekkingen. Te vermelden vallen onder meer de openbaarmakingsverplichtingen voor beursgenoteerde vennootschappen, opgelegd door de Transparantierichtlijn en de Richtlijn Marktmisbruik; op een beperkte uitzondering na⁶ geldt hetzelfde voor de Prospectusrichtlijn.

Een argument ter beperking van de gedragsregelen tot louter toezichtsnormen zou kunnen worden geput uit het *Peter Paul*-arrest van het Hof van Justitie.⁷ Het Hof werd verzocht zich uit te spreken over de vraag of het systeem van prudentieel toezicht in de Europese bankrichtlijnen tot doel hadden om de (individuele) belangen van de

⁴ Zie, *inter alia*, K.J. Hopt, „Grundsatz und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz“, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 1995, (135), p. 159. Koller in Assmann/Schneider, *Wertpapierhandelsgesetz*, 4e ed., 2006, p. 1121, die op de primair toezichtsgeoriënteerde aard van de gedragsregelen wijst, evenwel zonder dat dit een beleggersbeschermend doel in de weg staat. Zie voor een overzicht van de literatuur: M. Tison, "Conduct of Business Rules and their Implementation in the EU Member States", in G. Ferrarini, K.J. Hopt and E. Wymeersch (eds.), *Capital Markets in the Age of the Euro*, The Hague, Kluwer Law International, 2002, p. 73-80.

⁵ Vgl. K.J. Hopt, *supra* noot 4, p. 159-160.

⁶ Zie artikel 6 Prospectusrichtlijn, dat de lidstaten verplicht om te voorzien in een regeling inzake prospectusaansprakelijkheid ten aanzien van de in het prospectus als verantwoordelijke aangeduide personen. De details van de aansprakelijkheidsregeling worden naar het niveau van de lidstaten doorgeschoven, met de enkele beperking dat de aansprakelijkheidsstandaard niet milder mag zijn dan hetgeen in het algemeen internrechtelijk aansprakelijkheidsrecht geldt.

⁷ HvJ, *Peter Paul*, zaak C-222/02, *Jur. HvJ* 2004, p. I-9425.

deposanten te beschermen, zodat gebrekkig toezicht gebeurlijk zou kunnen leiden tot *Francovich*-aansprakelijkheid van de lidstaten jegens benadeelde deposanten na de falen van een onder toezicht staande bank. Het Hof van Justitie kwam tot het – overigens bekritiseerbare⁸ - besluit dat de Europese bankrichtlijnen, bij het invoeren van een stelsel van voorafgaande vergunning en prudentieel toezicht op kredietinstellingen, in eerste instantie de totstandkoming van een eengemaakte markt tot doel hadden, en de bescherming van deposanten slechts een hiervan afgeleid gegeven vormde. Naar analogie zou men kunnen voorhouden dat het primaire doel van MiFID betrekking heeft op de integratie van de financiële markten, door middel van de harmonisatie van de normen voor de bescherming van de belegger met het oog op het bevorderen van de grensoverschrijdende mobiliteit van beleggingsondernemingen en klanten.

Naar onze mening schiet zulke analogische redenering tekort: hoewel redelijkerwijs mag worden aangenomen dat de conclusie van het Hof in *Peter Paul* kan worden toegepast op het prudentieel toezicht onder MiFID, valt te betwijfelen of deze conclusie evenzeer opgaat voor het gedragstoezicht. Verschillende elementen kunnen dit standpunt onderbouwen: ten eerste legt het harmonisatieprogramma met betrekking tot financiële diensten gerealiseerd in het kader van het Actieplan voor financiële diensten, duidelijk de nadruk op beleggersbescherming als een autonome finaliteit van de Europese regelgeving, en niet louter als een secundair uitvloeisel van de beoogde marktintegratie. Ten tweede heeft, zoals hoger al aangestipt, de uitwerking van gedragsregelen een grondige metamorfose ondergaan onder MiFID, vergeleken met het voorgaande ISD-regime: in samenhang met de preambule, die de noodzaak voor een hoge mate van beleggersbescherming benadrukt, formuleert MiFID zeer nauwkeurig en gedetailleerd de verplichtingen waaraan beleggingsondernemingen moeten voldoen in hun relatie met hun cliënten. Tot slot zijn de gedragsregelen in MiFID thans ondergebracht in een afdeling "Bepalingen ter bescherming van de beleggers", zodat ze niet zomaar onder de noemer "marktintegriteit" kunnen worden geplaatst.⁹

We kunnen uit het bovenstaande besluiten dat MiFID, meer bepaald met betrekking tot de gedragsregelen, een autonoom doel van beleggersbescherming nastreeft, via de bepaling van duidelijke en precieze verplichtingen waaraan beleggingsondernemingen moeten voldoen in hun relatie met hun cliënten. Het zou, in deze situatie, moeilijk zijn om te concluderen dat het *effet utile* van de richtlijn voldoende wordt bereikt door middel van loutere toezichtsbepalingen in intern recht, die van elk rechtsgevolg ontdaan zijn in de privaatrechtelijke verhouding tussen de beleggingsonderneming en de klanten. Het is hierbij van belang te onderstrepen dat de derdenwerking van de bepalingen in intern recht in deze benadering voortvloeit uit de MiFID-richtlijn zelf, zodat er geen ruimte is voor nationale wetgevers om de civielrechtelijke gevolgen van de gedragsregelen uit te sluiten.

Daarentegen zijn het vergunningsregime en de prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen en kredietinstellingen moeilijker in verband te brengen met overwegingen ter bescherming van de individuele belegger, met name na het arrest van het Hof van Justitie in *Peter Paul*. Vandaar dat het "nuttig effect" van de MiFID-richtlijn

⁸ Zie voor een kritische evaluatie van het arrest: M. Tison, "Do not attack the watchdog. Banking supervisory liability after Peter Paul", *CMLRev* 2005, 639-675.

⁹ Zie Hoofdstuk 2, afdeling 3 van MiFID (artt. 25 e.v.).

de lidstaten niet verplicht om te voorzien in een "civiel effect" van de niet-naleving van deze toezichtsverplichtingen.

2. Civielrechtelijke dimensie van de MiFID-omzettingsbepalingen in nationaal recht

Bij gebrek aan duidelijke bepalingen in de MiFID-richtlijn over de civielrechtelijke doorwerking, en in het licht van de juridische aard van de richtlijn als rechtsinstrument, wordt het aan de lidstaten overgelaten om de juridische technieken te bepalen waarmee het nuttig effect van de richtlijn kan worden verwezenlijkt. Hierna zullen we onderzoeken hoe de lidstaten gestalte hebben gegeven aan de privaatrechtelijke doorwerking van MiFID. Een verder onderscheid wordt gemaakt tussen vergunningsvereisten en prudentiële normering aan de ene kant, en de gedragsregelen aan de andere kant.

a. Vergunningsvereisten en prudentiële regelen

Vergunningsvereisten voor financiële instellingen zullen een civielrechtelijke doorwerking hebben wanneer de niet-naleving van de vereiste, d.w.z. het uitoefenen van een gereguleerde activiteit zonder voorafgaande vergunning, effecten teweegbrengt in de transactionele relatie met de klanten van de niet-erkende instelling, hetzij op het niveau van de geldigheid van de contracten of onder de vorm van aansprakelijkheid en schade. Een soortgelijk civielrechtelijk effect is denkbaar met betrekking tot de niet-naleving van prudentiële vereisten, bijvoorbeeld wanneer de verstrekking van een financiële dienst inbreuk zou maken op de eigen vermogensregelen, zoals de beperkingen op de risicoconcentratie ten aanzien van een enkele tegenpartij.

Zoals hierboven vermeld, voorzien de EU financiële richtlijnen niet in een specifieke civielrechtelijk effect van de schending van de vergunnings- of prudentiële vereisten, waardoor deze aangelegenheid aan de lidstaten wordt overgelaten, met inachtneming van het effectiviteits- en proportionaliteitsbeginsel. Het laatstgenoemde principe kan inderdaad de vrijheid van de lidstaten beperken om verregaande civielrechtelijke gevolgen te kleven aan de schending van de prudentiële regels opgelegd door de EU-richtlijnen. Zo neemt de Europese Commissie het standpunt in dat het gebruik van het Europese paspoort voor het vrij verrichten van diensten door een financiële instelling zonder te hebben voldaan aan de notificatieprocedure opgelegd door de richtlijnen, enkel evenredige sancties door de lidstaat van ontvangst kunnen wettigen. De nietigheid van overeenkomsten als sanctie voor het niet-doorlopen van de notificatieprocedure verbonden aan het eerste gebruik van het Europees paspoort wordt hierbij als een disproportionele inperking van de verdragsvrijheden beschouwd.¹⁰ In het licht van de *ratio legis* van de notificatieprocedure, die in essentie een instrument vormt voor de uitwisseling van informatie tussen de toezichthouders, kan het standpunt van de Europese Commissie worden onderschreven. De situatie is evenwel anders bij de beoordeling van de mogelijke civielrechtelijke gevolgen van de eigenlijke vergunningsregimes, die tot doel hebben de toegang tot de markt voor

¹⁰ See Interpretatieve mededeling van de Commissie, *Freedom to provide services and the interest of the general good in the Second Banking Directive*, SEC(97) 1193 final, p. 8.

marktdeelnemers die niet voldoen aan bepaalde prudentiële vereisten te beperken, en bijgevolg een instrument vormen voor het opleggen van deze prudentiële regelen: het valt, in Europeesrechtelijk opzicht, moeilijk te verdedigen om het verbinden van civielrechtelijke gevolgen aan de afwezigheid van een bedrijfsvergunning op te vatten als een buitensporige belemmering van het vrij verkeer voor financiële instellingen. Lidstaten genieten dus een grote beleidsvrijheid bij de invulling van de civielrechtelijke implicaties van de miskenning van vergunningsvereisten en prudentiële normen, voor zover deze geen discriminerende werking hebben ten aanzien van buitenlandse instellingen.

Vanuit een rechtsvergelijkend perspectief kunnen verschillende methodes van civielrechtelijke doorwerking waargenomen worden. Ten eerste kan het civielrechtelijk effect het voorwerp uitmaken van specifieke regelgeving. Zo bepaalt de Engelse Financial Services and Markets Act dat contracten gesloten met onvergunde financiële dienstverleners in de regel "onuitvoerbaar" zullen zijn tegenover de klant.¹¹ Het ontbreken van de vergunning houdt bijgevolg geen aantasting in van de geldigheid van de contracten met klanten, maar zij belet de niet-vergunde financiële instelling om enige afdwingbare aanspraak uit het contract te putten. Bovendien heeft de klant recht op de teruggave van geld of de goederen die hij in uitvoering van de overeenkomst heeft betaald c.q. overgedragen aan de niet-vergunde onderneming, alsook op de vergoeding van eventuele verliezen.¹² De bepaling biedt de klant met andere woorden een optierecht om van de overeenkomst af te zien.¹³ Echter, zelfs indien de klant zou opteren voor terugbetaling van de ingelegde gelden en vergoeding van de geleden verliezen, kan de rechter beslissen dat het in de gegeven omstandigheden rechtvaardig en billijk is om niet over te gaan tot de sancties van onuitvoerbaarheid of terugbetaling en schadevergoeding.¹⁴ Hierdoor zijn rechters in staat om corrigerend op te treden, met name wanneer de niet-vergunde onderneming er redelijkerwijs van kon uitgaan niet onderworpen te zijn aan een vergunningsplicht.¹⁵ Bij gebrek aan uitdrukkelijke wettelijke bepaling, is het onzeker of een rechter de onuitvoerbaarheid van de overeenkomst ook zou kunnen terzijde schuiven in omstandigheden waarin de verliezen van de klant niet gerelateerd zijn aan het ontbreken van een vergunning van de financiële instelling. Met betrekking tot prudentiële regelen tot slot, zal de miskenning van de eigenvermogensnormen door een vergunde financiële instelling niet doorwerken in de privaatrechtelijke verhouding met de klanten.¹⁶ Zo zal de geldigheid van een kredietovereenkomst niet in het gedrang kunnen komen doordat de financiële instelling hiermee de prudentiële beperkingen inzake risicoconcentratie heeft overschreden.

Het Nederlandse recht kent in dit opzicht een fundamenteel verschillende benadering: uitgangspunt is dat de niet-naleving van een bepaling van de Wet op het financieel

¹¹ Section 26(1) Financial Services and Markets Act.

¹² Section 26(2) Financial Services and Markets Act.

¹³ De klant zal er bijgevolg alle belang bij hebben om de voor hem gunstige overeenkomsten onaangeroerd te laten, maar de teruggave van de initieel ingelegde geldsommen terugvorderen zodra hij verliezen heeft geleden in de uitvoering van de overeenkomst.

¹⁴ Section 28(3) Financial Services and Markets Act.

¹⁵ Zie Section 28(5) Financial Services and Markets Act. M. Blair, G. Walker & R. Purves (eds.), *Financial Services Law*, 2nd ed., Oxford, OUP, 2009, p. 289, para 7.14.

¹⁶ Zie Section 150(4)(b) Financial Services and Markets Act, waaruit blijkt dat deze normen niet 'actionable' zijn 'at the suit of a private person'.

toezicht niet van invloed is op de geldigheid van rechtshandelingen.¹⁷ Financiële diensten verstrekt door een niet-vergunde financiële instelling zullen bijgevolg geldig en afdwingbaar blijven.¹⁸ In het licht van de algemene formulering van artikel 1:23 WfT, geldt dezelfde conclusie voor het geval van niet-naleving van andere prudentiële vereisten die de wet aan vergunde financiële instellingen oplegt. Ook hier ontbeert de miskenning van deze normen door de financiële instelling civielrechtelijke effecten *per se*. Zo zal de overschrijding van de risicoconcentratiedrempels bij het verstrekken van een financiële dienst aan een welbepaalde klant niet van invloed zijn op de geldigheid van de overeenkomst met deze klant, maar enkel een interventie rechtvaardigen door de toezichthouder. Artikel 1:23 elimineert evenwel niet alle risico's op nietigverklaring van de overeenkomst, omdat dit kan voortvloeien uit andere omstandigheden (bijvoorbeeld bedrog of wilsgebreken) onder de algemene regels van verbintenissenrecht; evenmin vormt artikel 1:23 WfT een beletsel voor andere civielrechtelijke remedies, zoals schadevergoeding (zie verder).

Andere rechtsstelsels voorzien niet in een specifieke wettelijke regeling betreffende de civielrechtelijke gevolgen van de miskenning van vergunning- en prudentiële verplichtingen, zodat het in eerste instantie aan de rechtbanken toekomt om hierop een antwoord te bieden. In Frankrijk is de kwestie het voorwerp geweest van een opmerkelijke controverse in de jurisprudentie van het Hof van Cassatie. In 1991 velde de handelskamer (*chambre commerciale*) van het Hof van Cassatie een aantal mijlpaalarresten waarin het besloot dat vergunningsregime voor banken niet alleen het openbaar belang ('*ordre public de direction* ') diende, maar eveneens het belang van de individuele klanten van financiële instellingen ('*ordre public de protection*'). Deze laatste overweging bracht het hof ertoe te beslissen dat alle transacties gesloten door een niet-vergunde bank door nietigheid worden aangetast.¹⁹ De handelskamer van het Hof van Cassatie ging hiermee in tegen eerdere arresten van de civiele kamer (*chambre civile et correctionnelle*) van het Hof, die oordeelde dat het vergunningsstelsel voor banken uitsluitend het algemeen belang diende, en dus niet van invloed was op de geldigheid van overeenkomsten gesloten door een niet-vergunde financiële instelling.²⁰ Gedurende nagenoeg anderhalf decennium volhardden de verschillende secties van het Hof van Cassatie in hun tegengestelde standpunten. Terwijl de burgerlijke kamer het standpunt handhaafde dat het ontbreken van de (bank)vergunning geen civielrechtelijke gevolgen had met betrekking tot de contracten²¹, breidde de commerciële kamer haar standpunt uit naar het geval van kredietinstellingen die, voorafgaand aan de inwerkingtreding van de Tweede Bankrichtlijn, in een andere lidstaat vergund waren, maar hadden nagelaten om bij rechtstreekse dienstverlening aan Franse klanten een (bijkomende) vergunning aan de Franse toezichthouder te vragen.²² Het was pas in 2005 dat het Hof van Cassatie een einde maakte aan de

¹⁷ Artikel 1:23 Wet Financieel Toezicht.

¹⁸ Zie voor een illustratie: Rechtbank Amsterdam, 10 september 2008, weliswaar met betrekking tot een situatie die voorafging aan de inwerkingtreding van de Wet Financieel Toezicht, maar waar de rechtbank niettemin een analogische toepassing maakt van artikel 1:23 WfT.

¹⁹ Zie Cass. Fr. 19 november 1991, *JCP ed. E*, 1992, Pan. 123; *RJDA* 1991/12, p. 885.

²⁰ Zie onder meer Cass. crim. 9 May 1972, *Bull. Crim.*, n° 158, p. 397; Cass. crim. 7 november 1989, *JCP ed. E* 1989, p. 65 (besproken door Ch. Gavalda & J. Stoufflet); Cass. civ. 13 oktober 1982, *Bull.civ. I*, n° 286, p. 246, *RTD com.* 1983, p. 261.

²¹ Bijv. Cass. 24 februari 1993, *JCP ed. E*, 1993, 302 (besproken door Ch. Gavalda & J. Stoufflet).

²² Zie met name Cass. com. 19 oktober 1988, 20 oct. 1998 : *Bull. civ. IV*, n° 243 ; D. 1999, jurispr., p. 10, note B. Sousi ; *RTD com.* 1999, p. 66, noot Cabrillac, dat de eindbeslissing vormt in de *Parodi*-zaak die bij wege

controverse door een in verenigde kamers gewezen arrest. Met een overigens vrij dogmatische formulering, oordeelde het Hof van Cassatie dat 'de enkele niet-naleving door een kredietinstelling van de vergunningsvereiste vervat in de Bankwet op zich geen nietigheid met zich brengt van de overeenkomsten aangaan door die instelling'.²³ Er is, binnen de context van de MiFID-omzetting, geen reden om thans anders te concluderen voor de vergunningsregeling van beleggingsondernemingen..

Naar Belgisch recht hanteerde de traditionele rechtsleer de stelling dat de vergunningsregimes voor financiële instellingen, in de mate ze behoorden tot de 'openbare orde', de nietigheid van de contracten gesloten door niet-vergunde personen impliceren.²⁴ Het argument werd echter nooit bekrachtigd door gezaghebbende (gepubliceerde) rechtspraak in financiële aangelegenheden. In recentere jaren werd deze traditionele opvatting steeds meer in vraag gesteld: de veronderstelling dat een vergunningsvereiste, alhoewel behorend tot de openbare orde, de geldigheid van de overeenkomsten kan beïnvloeden, werd beschouwd als het toevoegen van een nieuwe nietigheidsgrond voor overeenkomsten naast deze die voorzien zijn in het verbintenissenrecht.²⁵ Bij ontstentenis van gezaghebbende rechtspraak heerst vandaag nog steeds onzekerheid over de civielrechtelijke effecten van de miskennis van de vergunningsplicht. Een alternatieve benadering werd naar voor gebracht in een recent vonnis van de burgerlijke rechtbank te Antwerpen: de rechtbank wees de rechtsvordering die een niet-vergunde financiële instelling tegen een klant had aangespannen af, met het argument dat de financiële instelling zich in een onwettige situatie bevond door het miskennen van de openbare orde; volgens de rechtbank bezat de eisende financiële instelling geen legitiem (procesrechtelijk) belang voor het instellen van een rechtsvordering.²⁶ Hoewel het resultaat van deze benadering vergelijkbaar is met de benadering die de wetgever in het Verenigd Koninkrijk hanteert (zie hoger), ontbreekt hiervoor een solide juridische basis naar Belgisch recht.²⁷ Met betrekking tot de civielrechtelijke gevolgen van de miskennis van prudentiële vereisten, lijkt de Belgische rechtspraak meer uitgesproken. Illustratief is het geval waarin het hof van beroep te Brussel oordeelde dat de prudentiële vereisten - *in casu* de ratio inzake risicoconcentratie voor een kredietinstelling - uitsluitend betrekking hebben op het interne beheer van een kredietinstelling; mitsdien kan een financiële transactie niet

van prejudiciële procedure aan het Europese Hof van Justitie was voorgelegd. Zie ook Cass. com., 30 nov. 1999; Cass. com., 11 jan. 2000; Cass. com., 9 okt. 2001, *RD bancaire et financier* 2001, p. 343, noot F.-J. Crédot & Y. Gérard; Cass. com., 9 april 2002; Cass. com., 2 juli 2002 : *JCP Éd. E* 2003, chron. n° 396, p. 463, noot J. Stoufflet. Zie ook M.-E. Ansel, "Opérations de banque intra-communautaires. Aspects statutaires", in *Juris-Classeur Banque-Crédit-Bourse*, fasc. 1010 (11,2003), No. 85. Al deze arresten hadden betrekking op feiten die voorafgaan aan de inwerkingtreding, op 1 januari 1993, van de Tweede Bankrichtlijn 89/646/EEG, die het principe van een Europees paspoort voor kredietinstellingen in het leven riep.

²³ Cass. verenigde kamers 4 maart 2005, Juris-data 2005-027413; J. Stoufflet, "Le défaut d'agrément bancaire n'entraîne pas la nullité des contrats conclus", *RD banc. fin.* May-June 2005, p. 48; Th. Bonneau, "Monopole bancaire. Nullité des contrats", *Banque & Droit*, May-June 2005, p. 69; Cass. verenigde kamers 21 december 2006, Juris-data 2006-036605. De commerciële kamer van het Hof heeft sedertdien haar jurisprudentie in lijn gebracht met de arresten van de verenigde kamers: zie bijv. Cass. com. 22 november 2006, Juris-data n° 2006-036341.

²⁴ Dit argument was gestoeld op artikel 6 Burgerlijk Wetboek. Zie voor een overzicht van de argumenten: P. Lefebvre, "Civielrechtelijke gevolgen van inbreuken op de nieuwe financiële wetgeving: de wet van 6 april 1995", in E. Wymeersch (ed.), *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Maklu, 1996, p. 403-441

²⁵ Met name de afwezigheid van een geoorloofde oorzaak of voorwerp van de overeenkomst, de gebrekkige toestemming of onbekwaamheid van een partij bij de overeenkomst.

²⁶ Rb. Antwerpen 12 december 2007, *Tijdschrift voor Belgisch Handelsrecht* 2009/1, p. 59, noot J. Richelle.

²⁷ Vgl. De kritische bedenkingen van J. Richelle, *Tijdschrift voor Belgisch Handelsrecht* 2009/1, p. 62.

vernietigd worden doordat de kredietinstelling met de overeenkomst in kwestie de eigenvermogensratio inzake risicoconcentratie overschrijdt.²⁸

Concluderend is vast te stellen dat de (rechtbanken in de) lidstaten steeds minder bereid lijken civielrechtelijke gevolgen te verbinden aan overeenkomsten afgesloten door niet-vergunde financiële instellingen. Deze benadering lijkt consistent met de juridische aard van een vergunningsvereiste als een instrument van prudentieel toezicht: de administratieve vergunning moet in de eerste plaats de prudentiële toezichthouders in staat stellen om *ex ante* te bepalen of een financiële instelling aan de wettelijke vereisten inzake interne organisatie en financiële draagkracht voldoet voor het optreden in het economisch verkeer. Minder overtuigend zou de benadering zijn om de vergunning op te vatten als een noodzakelijke voorwaarde om de bekwaamheid, zoals begrepen in het verbintenissenrecht, vast te leggen van een persoon voorafgaand aan het optreden in het rechtsverkeer. Een soortgelijke redenering geldt voor de civielrechtelijke gevolgen van prudentiële vereisten: deze regels zijn in hoofdzaak begaan met de algemene financiële gezondheid en integriteit van een financiële instelling, en zullen, in de regel, niet bepalend zijn voor de geldige totstandkoming van individuele overeenkomsten gesloten door de onder toezicht staande financiële instelling.

Of andere (burgerlijke) remedies beschikbaar zijn voor klanten van niet-vergunde financiële dienstverleners, zal bepaald worden door de algemene regelen van aansprakelijkheidsrecht. In de rechtssystemen die een relativiteitsvereiste opleggen (Duitsland, Nederland, UK), leidt dit tot de verdere beperking van de civielrechtelijke gevolgen van de niet-naleving van de vergunningsplicht of doorlopende prudentiële vereisten. Opdat aan de relativiteitseis zou zijn voldaan, moet blijken dat de prudentiële verplichtingen waaraan financiële instellingen zijn onderworpen niet enkel het algemeen belang dienen, maar ook de (individuele) belangen van de klanten (investeerders, spaarders). Het is algemeen vast te stellen dat, in de loop der jaren, rechtbanken in verschillende landen toenemende de bereidheid getoond hebben om een sterk individueel beschermende werking te bieden aan de prudentiële regelgeving en toezicht. Deze tendens heeft op zijn beurt in verschillende landen tot regelgevende interventies geleid teneinde het aansprakelijkheidsrisico van de prudentiële toezichthouders af te weren of in te perken.²⁹ Het voorgaande impliceert niet dat alle bepalingen van prudentieel recht kunnen worden beschouwd als *Schutzgesetze*, en ook in private verhoudingen tot schadeplicht kunnen leiden.³⁰ Gezien de restrictieve opvatting van het Hof van Justitie in *Peter Paul*, valt niet uit te sluiten dat nationale rechtbanken zich meer terughoudend dan vroeger opstellen om een ruime individueel-beschermende reikwijdte te verlenen aan prudentiële normen. Er is echter niet *per se* een noodzakelijk verband tussen de gedeeltelijke immuniteit van aansprakelijkheid ten gunste van de prudentiële toezichthouder en de mogelijkheden om als spaarder of

²⁸ Rb. Kh. Brussel, 12 september 2000, *Tijdschrift voor Belgisch Handelsrecht* 2001, p. 787, noot J.P. Buyle & M. Delierneux; bevestigd door Brussel 23 januari 2003, *Nieuw Juridisch Weekblad* 2003, p. 1227; zie eveneens E. Wymeersch, R. Steennot & M. Tison, "Overzicht van rechtspraak – privaatrecht (1999-2007)", *Tijdschrift voor privaatrecht* 2008, p. 1049-1050, nr. 7.

²⁹ Zie voor een recent overzicht van de rechtspraak en wetgevende reactie in verschillende EU-lidstaten: E. De Kezel, C.C. van Dam, I. Giesen & C.E. du Perron, *Financieel toezicht en aansprakelijkheid in internationaal verband*, s.l., deLex, 2009, p. 153 et seq.

³⁰ Vgl. in Nederlands recht: J.H. Lemstra & V.M. Neering, *Civielrechtelijke handhaving*, in D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (eds.), *Beleggingsondernemingen*, Deventer, Kluwer, 2009, p. 1052-1053.

belegger schadevergoeding te bekomen van een financiële instelling wegens het ontbreken van een vergunning of het miskennen van prudentiële regelen. De loutere omstandigheid dat de wetgever de aansprakelijkheid van de toezichthouder beperkt, belet niet dat met betrekking tot de vergunningsvereisten of prudentiële regelen voldaan is aan de relativiteitseis ten aanzien van spaarders of beleggers. Enkel onder Duits recht lijkt de rechtstoestand, op het eerste gezicht, nog meer restrictief, aangezien de wet zelf uitsluit dat het prudentieel toezicht de individuele belangen van de beleggers of de spaarders zou dienen. Toch is ook hier nadere nuancering vereist: de kwestie van de immuniteit van de toezichthouder vertoont ook hier geen dwingend verband met de vraag of vergunningsvereisten en prudentiële regels *Schutzgesetze* vormen in de zin van § 823 lid 2 BGB, nu enkel het eigenlijke toezicht geïmplementeerd wordt, en niet de onderliggende vergunnings- of prudentiële normen. Theoretisch ligt dus een grondslag voor om schadevergoeding te bieden aan beleggers die verlies lijden als gevolg van het afsluiten van financiële transacties met een niet-vergunde of prudentieel niet-conforme financiële instelling.³¹ Desondanks moet het risico op aansprakelijkheidsvorderingen hier niet worden overschat: zelfs wanneer aan de relativiteitsvereiste zou voldaan zijn, zal het vaak moeilijk zijn om een afdoend oorzakelijk verband aan te tonen tussen de schade die beleggers hebben geleden en de schending van de vergunningsvereisten³² of prudentiële regels.³³

b. Gedragsregelen in MiFID

Het principe dat de MiFID-gedragsregelen rechtsgevolgen genereren in de privaatrechtelijke verhouding tussen financiële instellingen en hun klanten, is thans niet langer betwist in de rechtsliteratuur. Niettemin zijn er nog heel wat "blinde vlekken" omtrent de mate en het effect van de civielrechtelijke gevolgen van deze gedragsregelen.

Vooreerst rijst de vraag hoe de gedragsregelen zich verhouden tot de algemene regeling van het verbintenissenrecht en de precontractuele aansprakelijkheid in de lidstaten. Deze vraag hangt onlosmakelijk samen met de juridische techniek waardoor de gedragsregelen 'doordringen' in de privaatrechtelijke sfeer, en die in essentie naar het nationale recht van de lidstaten wordt beantwoord. In de Duitse rechtsliteratuur zijn verschillende benaderingen naar voor gebracht, maar met een vergelijkbaar resultaat op

³¹ Vergelijk met betrekking tot overnamereglementering: H. Baum, "Protection of third-party interests under German takeover law", in M. Tison, H. De Wulf, C. Van der Elst & R. Steennot (eds.), *Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in honour of Eddy Wymeersch*, Cambridge University Press, 2009, p. 409.

³² Zie ook C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, 3e ed., Den Haag, BJU, 2010, p. 741, die van oordeel is dat oorzakelijkheid voorligt wanneer de financiële instelling, in het licht van haar toestand, geen vergunning zou hebben bekomen doordat ze niet aan de onderliggende vereisten hiertoe voldeed.

³³ De moeilijkheid om causale schade aan te tonen lijkt ons zich voornamelijk voor te doen bij kwantitatieve vereisten, zoals eigenvermogensratio's. Immers lijkt het onwaarschijnlijk dat de benadeling van de spaarder of belegger zich niet zou hebben voorgedaan indien de – voor de betrokkene per hypothese nadelige – transactie was tot stand gekomen zonder de miskenning van de eigenvermogensratio. Enigszins minder problematisch lijkt dit voor bepalingen van 'kwalitatieve' aard, zoals de 'fit and proper'-vereisten voor de leidinggevende personen in financiële instellingen of de regelen inzake governance-structuren en interne controle binnen financiële instellingen. Zo is het denkbaar dat het tijdig opsporen en elimineren van disfuncties in de interne organisatie van een financiële instelling (bijv. interne fraude) ertoe had kunnen leiden dat bepaalde voor de spaarder of belegger nadelige situaties (bijv. verduistering van gelden) zich niet hadden voorgedaan.

het vlak van hun concrete gevolgen³⁴: de gedragsregelen moeten worden beschouwd als hetzij regelen van een dubbele juridische aard (zowel toezichthoudende als civielrechtelijke normen)³⁵, of als voornamelijk toezichtregels met reflexwerking op het burgerlijk recht.³⁶ In beide benaderingen geven de gedragsregelen inhoud aan de gemeenrechtelijke contractuele en precontractuele normen.³⁷ In Nederlands recht worden de gedragsregelen beschouwd als een onderdeel van hetzij de zorgplicht van partijen bij een overeenkomst³⁸, hetzij de algemene buitencontractuele zorgplicht jegens cliënten of derden. In het algemeen wordt de relativiteitsvereiste niet als problematisch beschouwd met betrekking tot de gedragsregelen, zodat de miskennis ervan de grondslag kan vormen voor schadeplicht.³⁹ Naar Belgisch en Frans recht zal het algemene stelsel van burgerlijke aansprakelijkheid leiden tot de integratie van de gedragsregelen in de algemene zorgvuldigheidsnorm, het weze in contractuele of in extra-contractuele aangelegenheden, naargelang de aard van de gedragsnorm. Aangezien geen van beide aansprakelijkheidssystemen een relativiteitsvereiste oplegt, vormt de miskennis van de wettelijk verankerde gedragsregelen *eo ipso* een fout. Daardoor verschuift de nadruk bij de burgerlijke handhaving van de gedragsregels naar de vraag van causaliteit met mogelijke schade. In het Verenigd Koninkrijk voorziet een specifieke wettelijke bepaling in het civielrechtelijke effect van de gedragsregelen op privaatrechtelijke rechtsbetrekkingen: section 150 Financial Services and Markets Act bepaalt dat de schending van Rules⁴⁰ 'actionable' is op initiatief van een particulier die nadeel lijdt als gevolg van deze schending. Sectie 150 FSMA verheft bijgevolg de Rules tot een 'statutory duty' ten aanzien van de financiële instelling.⁴¹

Voorgaand vergelijkend overzicht toont dat de civielrechtelijke gevolgen van de gedragsregelen in het algemeen worden gerealiseerd door middel van integratie van deze regelen in de zorgplicht waartoe partijen bij een overeenkomst of elkeen in het algemeen rechtsverkeer gehouden is. Minder eenduidig is het antwoord op de vraag in welke mate het algemeen verbintenissen- of aansprakelijkheidsrecht nog een meer verregaande zorgplicht kan handhaven dan deze die uit de MifID-gedragsregelen voortkomen. Op dit punt lijkt de situatie meer divergenties op te leveren in nationaal recht. Rechtspraak in het Verenigd Koninkrijk lijkt erop te wijzen dat, hoewel de gedragsregelen de zorgplicht van een beleggingsonderneming vorm kunnen geven, deze

³⁴ Hannöver in Schimansky/Bunte/Lwowski, *Bankrechts-Handbuch*, 3e ed., Beck, 2007, II, § 110, para 60.

³⁵ Zie o.m. Th. Möllers in H. Hirte/Th. Möllers, *Kölner Kommentar zum WpHG*, Köln, Carl Heymanns Verlag, 2007, p. 1276-1277, para 6-9. In deze benadering zou het niet nodig zijn om nader te onderzoeken of de gedragsregelen als *Schutzgesetze* in de zin van § 823, para 2 BGB te beschouwen zijn.

³⁶ Zie I. Koller, in H.-D. Assmann/U.H. Schneider, *Wertpapierhandelsgesetz*, 5e ed., Köln, Verlag Otto Schmidt, 2009, p. 1254, para 3.

³⁷ Zie BGH 19 December 2006, XI ZR 56/05, ZBB 2007, p. 193.

³⁸ Artikel 7:401 B.W.. De miskennis van de gedragsregelen impliceert bijgevolg contractbreuk: zie J.H. Lemstra & V.M. Neering, *supra* noot 30, p. 1051.

³⁹ C.M. Grundmann-van de Krol, *supra* noot 32, p. 740, met verwijzing naar het standpunt van de regering bij het ontwerp van WvT: aan de relativiteitseis kan geacht voldaan te zijn in alle gevallen waarin de belegger schade lijdt als gevolg van een schending van de Wet. Deze zienswijze is betwistbaar, aangezien ze op een verwarring tussen relativiteit en causaliteit berust.

⁴⁰ Met inbegrip van de *Conduct of Business Rules* (ie de gedragsregelen), doch niet de *Principles*. Bijgevolg genereren de 11 *Principles* die in het PRIN Sourcebook zijn opgenomen op zich geen effecten in civielrechtelijke verhoudingen. Deze beginselen zijn veeleer te beschouwen als algemene verplichtingen van de aan toezicht onderworpen financiële instellingen, die wel tot disciplinaire maatregelen door de Financial Services Authority ten aanzien van deze instellingen aanleiding kunnen geven: zie M. Blair, G. Walker & R. Purves (eds.), *Financial Services Law*, *supra* noot 15, p. 291, para 7.20.

⁴¹ J. Russen, *Financial Services*, Oxford, OUP, 2006, p. 123, para 5.06.

niet noodzakelijk bepalend zijn voor de reikwijdte van deze zorgplicht: het kan goed zijn dat onder *common law* een zorgplicht bestaat die ruimer is dan deze die krachtens de MiFID-gedagsregelen is opgelegd, en dat de wettelijke remedies in deze context remedies onder *common law* niet uitsluiten.⁴² In andere jurisdicties werden strengere standpunten verdedigd: de Duitse rechtsliteratuur lijkt eenstemmig over het principe dat het niet mogelijk is om in het gemeen burgerlijk recht strengere verplichtingen te vinden dan die welke voortvloeien uit de gedagsregelen van § 31 e.v. *Wertpapierhandelsgesetz*.⁴³

Deze discussie kan echter niet worden geïsoleerd van de omstreden vraag over de mate van harmonisatie die MiFID en de niveau 2-uitvoeringsmaatregelen hebben doorgevoerd.⁴⁴ In de mate de MiFID-richtlijn immers enerzijds zou voorzien in een maximale harmonisatie van de gedagsregelen, en anderzijds een civielrechtelijke doorwerking in nationaal recht induceert, is de logische gevolgtrekking hiervan dat het algemeen (buiten-)contractueel verbintenissenrecht geen verdergaande verplichtingen kan opleggen aan beleggingsondernemingen dan hetgeen is vastgelegd in MiFID en haar uitvoeringsmaatregelen. Hoewel de veronderstelling dat de MiFID-richtlijn is gebaseerd op maximale harmonisatie ruim geaccepteerd wordt⁴⁵, moet niettemin worden onderstreept dat deze veronderstelling geen expliciete onderbouw vindt in een duidelijke bepaling van de MiFID-richtlijn zelf.⁴⁶ Zelfs in de veronderstelling dat de richtlijn een maximale harmonisatie zou doorvoeren, kan twijfel bestaan over de vraag of dit beginsel ook integraal de civielrechtelijke dimensie van de gedagsregelen omvat, nu dit effect slechts onrechtstreeks wordt verondersteld op grond van een

⁴² Zie M. Blair, G. Walker & R. Purves (eds.), *Financial Services Law*, cited *supra* n. 15, p. 292, para 7.22, met verwijzing naar de beslissing in *Gorham and others v British Telecommunications plc and others* [2000] WLR 2129; J. Russen, *supra* noot 41, p. 123, para 5.13; P. Mülberr, "Auswirkungen der MiFID-Rechtsakte für Betriebsvergütungen im Effektengeschäft der Kreditinstitute", *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* (ZHR) 2008, p. 184 en voetnoot 43.

⁴³ Zie *inter alia*, Th. Möllers, *supra* noot 35, p. 1276, para 7; Koller, *supra* noot 36, p. 1254-55, para 4; P. Mülberr, "Auswirkungen ...", *supra* noot 42.; P. Mülberr, "The Eclipse of Contract Law in the Investment Firm-Client Relationship: The Impact of the MiFID on the Law of Contract from a German Perspective", in G. Ferrarini, E. Wymeersch (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, OUP, 2006, p. 320. Het staat de partijen bij de overeenkomst evenwel, op grond van het beginsel van wilsautonomie, vrij om vrijwillig strengere beschermingsstandaarden overeen te komen: Koller, *supra* noot 36, p. 1255, para 5, met verdere verwijzingen.

⁴⁴ Zie voor kritische bedenkingen bij het postulaat van maximale harmonisatie: M. Tison, "Financial Market Integration in the Post FSAP Era. In Search of Overall Conceptual Consistency in the Regulatory Framework", in G. Ferrarini, E. Wymeersch (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, OUP, 2006, p. 445-451.

⁴⁵ Zie V. Colaert & T. Van Dyck, "MiFID en de gedagsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *Tijdschrift voor Belgisch Handelsrecht* 2008/3, p. 229, nr. 8-9, met verdere verwijzingen. Vgl. P. Mülberr, "Auswirkungen...", *supra* noot 43, p. 176-170, die een onderscheid maakt tussen 'Maximalharmonisierung' (ie de onmogelijkheid voor de lidstaat van ontvangst in een situatie met grensoverschrijdend aanknopingspunt om aan een in het buitenland vergunde instelling strengere regelen op te leggen dan de geharmoniseerde standaarden) en 'Vollharmonisierung' (ie een eengemaakte norm die zowel interne als grensoverschrijdende situaties treft, en geen enkele ruimte laat voor meer stringente normering). De auteur houdt voor dat MiFID te beschouwen is als 'Maximalharmonisierung' voor wat betreft de gedagsregelen, terwijl de niveau 2-harmonisering meer zou neigen in de richting van 'Vollharmonisierung', in het licht van artikel 4.2 van de niveau 2-richtlijn 2006/73/EC.

⁴⁶ Het is juist dat artikel 4 van de niveau 2-richtlijn 2006/73/EC de mogelijkheid tot *goldplating* door de lidstaten tot uitzonderlijke situaties beperkt. Dit is, op zichzelf genomen, evenwel niet voldoende om te besluiten dat de MiFID-richtlijn – die in termen van wetshierarchie op een hoger niveau staat – maximale harmonisatie inhoudt. Vgl. J.P. Casey & K. Lannoo, "The MiFID Implementing Measures: Excessive Detail or Level Playing Field?", *ECMI Policy Brief*, No. 1, May 2006, p. 2, die besluiten dat de niveau 2-maatregelen ingevolge de hoge detailgraad resulteren in maximale harmonisatie 'in spirit'.

doelgebonden interpretatie van de MiFID-richtlijn. Een voorzichtige conclusie dringt zich bijgevolg op ten aanzien van de vraag of de MiFID-gedragsregelen hebben geleid tot ‘absorptie’ van het algemeen verbintenissenrecht in de (buiten-)contractuele rechtsverhouding tussen financiële instellingen en hun klanten: weliswaar staat vast dat MiFID en haar niveau 2-uitvoeringsmaatregelen de gedragsregelen op een hoog beschermings- en detailniveau hebben getild, en dus *de facto* tot maximale harmonisatie van de zorgplicht kunnen leiden; desondanks mogen potentiële verschillen in de omvang van de bescherming in het nationale verbintenissenrecht niet geheel worden uitgesloten, met name omdat de algemene gedragsregel van artikel 19.1 MiFID vaag geformuleerd is.⁴⁷ Het is echter duidelijk dat de manoeuvreerruimte van een lidstaat meer prescriptieve normen te handhaven verder is ingeperkt door de verplichting om de fundamentele vrijheden van dienstverlening en vestiging te eerbiedigen.

Een laatste discussiepunt met betrekking tot de civielrechtelijke dimensie van de gedragsregelen betreft de vraag naar de mogelijkheid om bij overeenkomst af te wijken van de standaarden die in de MiFID-richtlijn (en in diens nationale omzettingsregelen) zijn vastgelegd, hetzij in het algemeen dan wel door middel van exoneratieclausules die het financiële risico van aansprakelijkheid wegens miskenning van de gedragsregelen uitschakelen. Ook op dit punt is weinig eensgezindheid terug te vinden in de rechtsliteratuur: terwijl de zienswijze dat de gedragsregelen op dwingende wijze de (pre)contractuele relatie tussen de financiële dienstverlener en zijn klanten bepalen de overhand heeft⁴⁸, wordt tevens de zienswijze verdedigd dat het (minstens) toelaatbaar moet zijn de schadelijkt ten aanzien van klanten bij miskenning van de gedragsregelen door middel van exoneratieclausules te neutraliseren.⁴⁹ In het Verenigd Koninkrijk maakt de aangelegenheid het voorwerp uit van een uitdrukkelijke regeling: de FSA huldigt het standpunt dat de uitsluiting van aansprakelijkheid voor de verplichtingen opgelegd door de gedragsregelen onmogelijk is.⁵⁰

Ook hier moet de vraag naar ons oordeel worden gezien tegen de achtergrond van de Europeesrechtelijke oorsprong en aard van de gedragsregelen: de gedragsregelen zijn in MiFID opgevat als essentiële regelen voor het waarborgen van zowel de integriteit van de kapitaalmarkten - door middel van gedragsnormen die het vertrouwen van beleggers in de ordelijke en vlotte werking van de markten moeten vestigen⁵¹ - als de (individuele) bescherming van beleggers in hun relatie met financiële dienstverleners. Vanuit deze invalshoek is het duidelijk dat de gedragsregelen er niet toe strekken een

⁴⁷ Vgl. M. Kruithof, *Belangenconflicten in financiële instellingen*, doctoral diss., Universiteit Gent, 2009, p. 326, nr 304 die de algemene gedragsregel van artikel 19.1 MiFID opvat als een vage en flexibele regel opvat met variabele normatieve inhoud, die in essentie de verplichtingen van de financiële dienstverlener onder het algemeen (buiten)contractueel verbintenissenrecht opwaardeert tot een toezichtsnorm. In deze benadering is de harmoniserende werking van de civielrechtelijke dimensie van de gedragsregelen, en onrechtstreeks ook van de gedragsregelen als toezichtsnorm, veeleer beperkt. De vraag rijst of dit te rijmen valt met de verbindende kracht en het nuttig effect van de MiFID-richtlijn.

⁴⁸ Zie Th. Möllers, *supra* noot 35, p. 1277-1278, nr. 11: de juridische aard van de gedragsregelen als toezichtsnorm verhindert dat partijen bij overeenkomst de toepassing ervan in hun privaatrechtelijke rechtsbetrekkingen. Fuchs in Fuchs, *Wertpapier handelsgesetz (WpHG)*, Beck, 2009, p.1193, para 56.

⁴⁹ Zie M. Kruithof, *supra* noot 47, p. 335, nr. 315.

⁵⁰ De Financial Services Authority heeft een Rule in deze zin uitgevaardigd: Zie Conduct of Business Sourcebook (COBS) 2.1.2R.: “A firm must not, in any communication relating to designated investment business seek to: (1) exclude or restrict; or (2) rely on any exclusion or restriction of any duty or liability it may have to a client under the regulatory system.”

⁵¹ Vgl HvJ, zaak C-384/93, *Alpine Investments*, Jur. HvJ 1995, p. I-1141.

louter indicatieve functie te vervullen bij het aanbod van beleggingsdiensten of eenvoudig terzijde geschoven kunnen worden door middel van exonatieclausules. Partijen in staat stellen af te wijken van deze essentiële waarborgen, kan de doelstellingen van de gedragsregelen in gevaar brengen. Anders gesteld, kan worden voorgehouden dat de gedragsregelen onderdeel vormen van de openbare orde in Europees recht, die dwingend doorwerkt in de interne rechtsorde van de lidstaten..⁵² Een andere zienswijze zou daarenboven het toezichtsregime en de civielrechtelijke dimensie van dezelfde normen uit elkaar drijven. Een nadere blik op de inhoud van de gedragsregelen leert evenwel dat er beperkte ruimte is voor *opting out* met betrekking tot de beleggersbescherming die de gedragsregelen van artikel 19 MiFID opleggen, weze het onder strikte voorwaarden.⁵³ Dit is op zich vormt evenwel geen afdoend argument om aan de gedragsregelen hun 'openbare orde'-karakter te ontnemen, nu de EU-wetgeving zelf de grenzen bepaalt van het *opt-out*-regime.

3. Private handhaving van de MiFID-gedragsregelen: de grenzen van de EU harmonisatie verkend

De MiFID-richtlijn, zoals het geval is voor andere richtlijnen inzake kapitaalmarktintegratie, is van aard om rechtsgevolgen te produceren in civielrechtelijke rechtsbetrekkingen door het vaststellen van diverse verplichtingen voor emittenten⁵⁴, beursgenoteerde ondernemingen⁵⁵ en beleggingsondernemingen die beleggers in staat moeten stellen om beter geïnformeerde beslissingen te nemen. Daarentegen blijven de technieken voor private handhaving van deze Europeesrechtelijke normen een belangrijke 'blinde vlek' in deze richtlijnen.⁵⁶ MiFID verplicht alleen de lidstaten om passende systemen van alternatieve geschillenbeslechting in te voeren betreffende het verlenen van beleggingsdiensten.⁵⁷ Ook hier kan het subsidiariteitsbeginsel, aangevuld met het principe van 'procedurele autonomie'⁵⁸ deze "regelgevende atrofie" verklaren.⁵⁹ Als gevolg hiervan zal het in

⁵² Vgl. onder toepassing van de ISD-richtlijn: E. Wymeersch, "Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers. L'article 36 de la loi du 6 avril 1995", *Bank- en Financiewezen*, 1995, p. 574 e.v..

⁵³ Zie met name de mogelijkheid voor 'upgrade' naar een hogere klantencategorie, met de eraan verbonden lagere intensiteit van verplichtingen voor de financiële dienstverstreker op het vlak van gedragsregelen: zie bijlage II, sub II MiFID voor de procedure voor de 'upgrade' van niet-professionele naar professionele client (en de hieraan gekoppelde minder zwaarwegende 'know your customer'-verplichting). Artikel 50 richtlijn 2006/73/EC voorziet in de mogelijkheid van een 'upgrade' van professionele klant naar 'in aanmerking komende tegenpartij', hetgeen resulteert in een volledige *opt out* van de gedragsregelen van artikel 19 MiFID. (zie art. 24 MiFID).

⁵⁴ Zie met name de Prospectusrichtlijn 2003/71/EG.

⁵⁵ Thans gecodificeerd in de Transparantierichtlijn 2004/109/EC. Zie ook de openbaarmakingsverplichtingen opgelegd door de Richtlijn Marktmisbruik 2003/6/EC.

⁵⁶ Eén belangwekkende uitzondering moet hier worden vermeld: artikel 6(2) van de Prospectusrichtlijn verplicht de lidstaten om te voorzien in een privaat handavingsregime van de prospectusplicht via een aansprakelijkheidssysteem ten aanzie van de personen die in het prospectus worden aangeduid als verantwoordelijk voor de inhoud ervan.

⁵⁷ Artikel 53 MiFID. Deze bepaling refereert echter niet specifiek aan betwistingen betreffende gedragsregelen.

⁵⁸ Dit beginsel houdt in dat de handhaving van EU-recht in de nationale rechtbanken in beginsel een aangelegenheid vormt die door nationaal recht wordt bepaald, voor zover het de effectieve toepassing van het Europees recht niet in de weg staat en in effectieve rechtsbescherming in de lidstaten voorziet: zie P. Craig & G. de Burca, *EU law: texts, cases and materials*, 4e ed., Oxford, OUP, 2008, p. 320-328.

beginsel aan het interne (aansprakelijkheids)recht van de lidstaten toekomen om te bepalen onder welke voorwaarden aan beleggers de mogelijkheid wordt geboden om compensatie te krijgen voor de geleden schade wegens schending van de gedragsregelen door de aanbieder van beleggingsdiensten. Daarbij moeten de lidstaten echter rekening houden met de beperkingen die voortvloeien uit het EU-recht in het algemeen, met name het evenredigheidsbeginsel: de sancties of rechtsmiddelen in nationaal recht mogen niet verder reiken dan hetgeen noodzakelijk is om de doelstellingen van de richtlijnbeperkingen te bereiken, en mogen niet dermate in wanverhouding staan tot de ernst van de overtreding dat ze een belemmering op de Verdragsvrijheden zouden opleveren.⁶⁰

Het ontbreken van een gemeenschappelijk kader voor de private handhaving van de gedragsregelen illustreert de limieten van rechtseenmaking die de Europese harmonisatie verwezenlijkt. Zelfs in de veronderstelling dat de MiFID-richtlijn - althans in feite - daadwerkelijk gemeenschappelijke normen zou vaststellen voor gedragsregelen in alle EU lidstaten, zou dit hooguit leiden tot de eenmaking van de zorgplicht die op financiële dienstverleners weegt. De private handhaving van deze regels, met name de voorwaarden voor de toekenning van schadevergoeding (relativiteit, causaliteit, vergoedbare schade) blijft een zaak van nationale aansprakelijkheidsregimes, die op dit punt aanzienlijke verschillen vertonen. Het zou daarom een *overstatement* zijn om voor te houden dat de MiFID-richtlijn een gemeenschappelijk Europees stelsel van beleggersbescherming heeft tot stand gebracht via de harmonisatie van de gedragsregelen.

Vanuit het oogpunt van de aanbieder van beleggingsdiensten, kunnen de juridische dispariteiten tussen de aansprakelijkheidsregimes van de lidstaten aanzienlijk versturend inwerken op het effectieve gebruik van de mogelijkheden geboden door het Europees paspoort onder MiFID.⁶¹ Dit lijkt op het eerste gezicht inconsistent met de beginselen van wederzijdse erkenning en toezicht door het herkomstland die de basis vormen van de beoogde marktintegratie. Bovendien zal, in het grensoverschrijdende aanbod van beleggingsdiensten, het toe te passen aansprakelijkheidsregime in de eerste plaats worden bepaald door de werking van collisieregels in het internationaal privaatrecht, zoals thans op EU-niveau eengemaakt door de Rome I⁶² en Rome II-verordening⁶³ voor respectievelijk contractuele en niet-contractuele verbintenissen. De

⁵⁹ Deze problematiek weerspiegelt eveneens de gevoeligheid van de lidstaten betreffende de mogelijke penetratie van Europees recht in het nationale aansprakelijkheidsrecht: zie eveneens N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 2e ed., Oxford, OUP, 2008, p. 641.

⁶⁰ Zie met betrekking tot prospectusaansprakelijkheid onder het stelsel voorafgaand aan de Prospectusrichtlijn van 2003: HvJ, zaak C-430/05, *Ntinioniki Anonimi Etaireia Emporias e.a. v Epitropi Kefalaigoras*, *Jur. HvJ* 2007, p. I-5835, r.o. 54-55. Het Hof besloot in deze zaak dat het invoeren van een stelsel van (bestuurlijke) sancties wegens het mededelen van onjuiste of misleidende informatie, dat niet enkel weegt op de personen die als verantwoordelijk voor het prospectus zijn aangewezen, maar ook op de emittent en op alle leden van het bestuursorgaan, als toelaatbaar kan worden beschouwd in het licht van het evenredigheidsbeginsel.

⁶¹ Vgl. inzake het prospectusregime voor de openbare uitgifte van effecten: E. Ferran, "Cross-border Offers of Securities in the EU: The Standard Life Flotation", *European Company and Financial Law Review* 2007/4, p. 461 e.v.

⁶² Verordening 593/2008 van het Europees Parlement en de Raad van 17 juni 2008 betreffende het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst (Rome I), *Pb. L* 177/6, 4 juli 2008.

⁶³ Verordening 864/2007 van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende het recht dat van toepassing is op niet-contractuele verbintenissen (Rome II), [2007] *Pb.*, L 199/40, 31 juli 2007.

vraag rijst hoe voormelde elementen van aard zijn om het risico te milderen geconfronteerd te worden met een overvloed aan uiteenlopende aansprakelijkheidsregimes bij het ontplooiën van een multinationale beleggingsactiviteit in de EU.

1. Private handhaving en wederzijdse erkenning van gedragsregelen

In de eerste plaats moet worden aangestipt dat het herkomstlandbeginsel en het principe van wederzijdse erkenning van toepassing zijn op de gedragsregelen voor de beleggingsdiensten die met behulp van het EU-paspoort onder het stelsel van vrije dienstverlening worden aangeboden (artikel 31 MiFID).⁶⁴ Deze regel moet niet alleen gelden voor de gedragsregelen als toezichtsnorm⁶⁵, maar bestrijkt eveneens de civielrechtelijke dimensie van de gedragsregelen. Er anders over beslissen zou ingaan tegen het postulaat dat de gedragsregelen uit MiFID en de uitvoeringsrichtlijnen *per se* doorwerken in privaatrechtelijke verhoudingen. Aldus opgevat, houdt het herkomstlandbeginsel voor de gedragsregelen eveneens een collisieregule in: bij het verrichten van een grensoverschrijdende beleggingsdienst, zullen de gedragsregelen van het herkomstland toepasselijk zijn op de (pre)contractuele relatie met de belegger. Toch impliceert het toekennen van een collisierechtelijke dimensie aan het herkomstlandbeginsel niet dat de gehele (pre)contractuele relatie tussen de aanbieder en de belegger en de daaruit voortvloeiende aansprakelijkheidskwesties zullen worden bepaald door het recht van het herkomstland van de aanbieder. Deze kwestie blijft in essentie ressorteren onder de ‘gewone’ internationaalprivaatrechtelijke verwijzingsregelen (hetzij Rome I en Rome II, naargelang het een contractuele of buitencontractuele materie betreft). Wel is het van belang om, in de verhouding tussen het herkomstlandbeginsel in MiFID en de IPR-regelen, af te bakenen welke materies onder het ene en het andere vallen. Zo zal de conform Rome I of Rome II bepaalde toepasselijke wet op een aansprakelijkheidsvordering in verband met een beleggingsdienst bepalen welke de voorwaarden voor aansprakelijkheid en voor schadeloosstelling zijn. In de mate de vordering betrekking heeft op de miskenning van een gedragsregel, zal de vraag of er sprake is van een dergelijke schending – hetgeen een materieelrechtelijke kwestie vormt – evenwel worden beslecht met verwijzing naar de regelen van het herkomstland waaraan de aanbieder op grond van MiFID is onderworpen. Toepassing maken van de gedragsregelen van het ontvangstland zou ingaan tegen het herkomstlandbeginsel van MiFID, zelfs indien de IPR-regelen het recht van het ontvangstland als toepasselijk zouden aanwijzen. Alle andere voorwaarden voor de vaststelling van de aansprakelijkheid (o.m. relativiteit, causaliteit) en de (omvang van de) vergoedbare schade vallen buiten het bereik van MiFID en het herkomstlandbeginsel; deze kwesties zijn onderworpen aan het nationale recht dat ingevolge de gewone collisieregels de aansprakelijkheid beheerst.

Concluderend blijkt uit het voorgaande dat de invloed van de harmonisatie van de gedragsregelen en het herkomstlandbeginsel op het aansprakelijkheidscontentieux

⁶⁴ Terwijl de beleggingsdiensten aangeboden door een bijkantoor in het ontvangstland in overeenstemming met de gedragsregelen van het ontvangstland moeten zijn.

⁶⁵ Hetgeen inhoudt dat het herkomstland exclusief bevoegd is om de gedragsregelen vast te leggen, toe te passen en te handhaven, met uitsluiting van elke interferentie door het ontvangstland (tenzij onder toepassing van het stelsel van bewarende maatregelen krachtens artikel 61 MiFID).

uiteindelijk relatief beperkt is: verre van een eenmaking van private handhavingsmechanismen in nationale wetgeving te verwezenlijken, zorgt het herkomstlandbeginsel hooguit tot de eenmaking van de zorgvuldigheidsplicht⁶⁶, als maatstaf voor eventuele civiele aansprakelijkheid van de beleggingsdienstverlener. Het herkomstlandbeginsel en het wederzijdse-erkenningbeginsel moet de aanbieder echter beschermen tegen het risico te worden onderworpen aan verschillende zorgplichten bij het grensoverschrijdende aanbod van beleggingsdiensten onder het MiFID-paspoort systeem.

2. De toepasselijke wet op private handhaving en partijautonomie

De Europese eenmaking van IPR-verwijzingsregelen voor (niet-)contractuele verplichtingen, biedt ruime mogelijkheden voor de doorwerking van de partijautonomie in het moduleren van de toepasselijke wet op de rechtsbetrekking tussen de financiële instelling en zijn klanten. Dit zou tot de conclusie kunnen leiden dat de negatieve externaliteiten van de afwezigheid van een eengemaakt Europees privaat handhavingsregime grotendeels kunnen geneutraliseerd worden: vanuit het perspectief van de beleggingsdienstverlener, zou op die wijze systematisch de toepassing van de wet van het herkomstland op de overeenkomst en op de buitencontractuele verhoudingen kunnen worden opgelegd. De Rome I en Rome II-verordening leggen echter belangrijke beperkingen op aan de partijautonomie bij de bepaling van de toepasselijke wet, in het bijzonder met het oog op de bescherming van de belangen van zwakkere partijen.

De toepasselijke wet bij het aanbod van beleggingsdiensten zal worden bepaald met toepassing van de Rome I-verordening, nu het om contractuele aangelegenheden gaat. Hetzelfde geldt voor de gedragsregelen die verplichtingen opleggen in de uitvoering van een overeenkomst (bv. plicht tot informeren en rapporteren). Het is dus ook de *lex contractus*, bepaald volgens Rome I, die de toepasselijke wet inzake contractuele aansprakelijkheid bij miskenning van deze gedragsregelen zal aanwijzen. Dit zal echter ook het geval zijn voor de meeste precontractuele verplichtingen die uit de gedragsregelen voortvloeien (waaronder de 'know your customer' en 'inform your customer' regelen). Teneinde complexe kwalificatievragen te vermijden betreffende de rechtsaard van zulke precontractuele verplichtingen⁶⁷, verwijst artikel 12 van de Rome II-verordening de bepaling van de toepasselijke wet door naar de collisionregelen van de Rome I-Verordening betreffende verbintenissen uit overeenkomst. Deze 'doorverwijzing' betreft met name alle verplichtingen die voortvloeien uit onderhandelingen voorafgaand aan de totstandkoming van de overeenkomst. Hieruit volgt dat de aansprakelijkheid voor de niet-naleving van de precontractuele gedragsregelen ten aanzien van de klant worden bepaald volgens de collisionregels van het contract dat (mogelijk hypothetisch) erop volgt. In het licht van het beginsel van

⁶⁶ De werkelijke eenmaking van de zorgplicht veronderstelt daarenboven dat MiFID het postulaat van maximale harmonisatie volgt, hetgeen geen vaststaand gegeven is (zie hoger).

⁶⁷ Terwijl sommige rechtssystemen deze resoluut onder het buitencontractuele statuut brengen, beschouwen andere rechtssystemen zulke precontractuele verplichtingen veeleer als contractuele regelen, waardoor in IPR-termen andere verwijzingsregimes zouden gelden naargelang de kwalificatie als contractueel of buitencontractueel. Zie ook W. POSCH, "Culpa in contrahendo. Located in Tort/Delict or Contract ?", in E. BOEL-WOELKI & W. GROSHEIDE (eds.), *The Future of European Contract Law. Essays in honour of Ewoud Hondius*, Alphen a/d Rijn, Wolters Kluwer, 2007, (309), 316-320

rechtskeuzevrijheid betreffende contractuele verbintenissen⁶⁸, kan een financiële dienstverlener de toepasbaarheid van ongewenste of ongeken­de aansprakelijkheidsreimes bij grensoverschrijdende dienstverlening ont­wijken door te opteren voor één enkele toepasselijke wet - doorgaans het recht van het herkomstland - in zijn contracten. Dit recht zal dan ook in de regel de aansprakelijkheid voor de miskenning van de precontractuele gedragsregelen beheersen.

De keuzevrijheid betreffende het toepasselijke recht kent evenwel verschillende uitzonderingen, die kunnen interfereren met de betrachting van de financiële dienstverlener om één enkel aansprakelijkheidsregime voor alle grensoverschrijdende beleggingsdiensten na te streven. Dit is onder meer het geval voor overeenkomsten met consumenten⁶⁹ of voor de toepassing van bepaalde dwingende bepalingen⁷⁰. Bovendien zullen alle vragen rond buiten-contractuele aansprakelijkheid jegens derden, anders dan op grond van de precontractuele plichten, worden beheerst door de verwijzingsregelen van de Rome II-verordening. Hier geldt de *lex loci damni-regel*, d.i. het recht van de plaats waar de schade is geleden.⁷¹ Al die uitzonderingen zijn van aard om, vanuit het perspectief van de aanbieder, een versnippering van toepasselijke aansprakelijkheidsregimes met zich te brengen. Met name in het *retail*-segment van beleggingsdiensten zal de beperkte rechtskeuzevrijheid potentieel een dam opwerpen tegen de ontwikkeling van een pan-Europees business model voor beleggingsondernemingen die optimaal gebruik wensen te maken van het Europees paspoortregime, door de aanwezigheid van ongeken­de risico's op het niveau van de private handhavingssystemen in verschillende lidstaten.

Slotbemerkingen

De ruime consensus over het bestaan van het civielrechtelijke gevolgen van MiFID, in het bijzonder het geheel van gedragsregelen zoals nader uitgewerkt in de niveau 2-richtlijn, zal ongetwijfeld een stimulerende invloed hebben op de totstandkoming van een Europese beleggingscultuur.⁷² De te bereiken convergentie tussen toezichthouders op niveau 3 in de CESR-architectuur kan tevens “spill over”-effecten teweegbrengen op de invulling van de gedragsregelen door de hoven en rechtbanken.

Niettemin is vast te stellen dat er nog een behoorlijk aantal 'blinde vlekken' blijven bestaan wanneer de civielrechtelijke gevolgen van MiFID verder worden uitgediept. Nationale wetgeving speelt nog steeds een belangrijke, en vanuit integratie-oogpunt mogelijks verstorende rol in verschillende aangelegenheden. Dit werd in deze bijdrage geïllustreerd met betrekking tot de civielrechtelijke gevolgen van het ontbreken van een vergunning of van de schending van de prudentiële verplichtingen, de wisselwerking

⁶⁸ See Article 3 Rome I Regulation.

⁶⁹ Article 6.2 Rome I Regulation.

⁷⁰ Article 9.1 Rome I Regulation. It is through this technique that the mandatory application of the home state conduct of business rules can be achieved

⁷¹ Article 4.1 Rome II Regulation. The possibilities to “control” the applicable liability regimes prior to a the event giving rise to the damage are limited to the situations where all parties pursue a commercial activity, thereby excluding the whole range of retail investment business.

⁷² Zie in dit verband eveneens N. Moloney, “Building a Retail Investment Culture through Law: The 2004 Markets in Financial Instruments Directive”, *European Business Organization Law Review*, vol. 6, 2005, p. 341 e.v.

tussen de gedragsregelen en het algemene verbintenissen- en aansprakelijkheidsrecht, en de vraag of exoneratieclausules zijn toegestaan voor de aansprakelijkheid die kan voortvloeien uit de miskenning van de gedragsregelen. Belangrijker is dat de beleidskeuze om de private handhaving van de gedragsregelen in handen te laten van de lidstaten van aard is om 'disincentives' te creëren voor de aanbieders van beleggingsdiensten om optimaal de mogelijkheden van het Europese paspoort te benutten, gegeven de rechtsonzekerheid en risico's verbonden aan de potentiële onderwerping aan uiteenlopende en ongekende aansprakelijkheidsregimes. Het is duidelijk dat het EU-effectenrecht niet is uitgebouwd als een systeem waarbij de handhaving in de eerste plaats plaatsvindt via private geschillenbeslechting. Niettemin is aan te nemen dat meer uniformiteit op EU-niveau inzake remediëring voor benadeling van particuliere beleggers langs privaatrechtelijke weg een belangrijke factor kan zijn ter versterking van het beleggersvertrouwen. Of dit impliceert dat gedetailleerde regelgeving op EU-niveau nodig is, is een andere vraag: verschillende beleidsopties kunnen worden geëxploreerd, variërend van minimale EU-vereisten ten aanzien van de effectiviteit van particuliere handhaving tot het uitwerken van een autonoom Europees remediëringstelsel voor beleggersschade. Het staat vast dat het rechtsvergelijkend onderzoek met betrekking tot de bestaande rechtsmiddelen in nationaal recht kan bijdragen tot het ophelderen van de mist voor zowel de marktpartijen als regelgevers in het uittekenen van toekomstige beleidsopties.

*

*

*